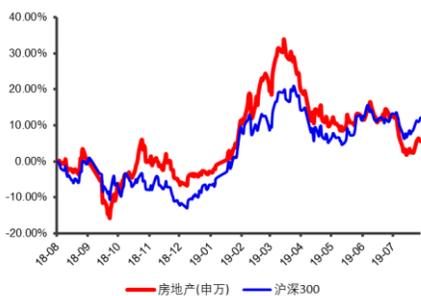


地产行业

统计局地产数据深度解析：诡异的销售反弹恐难持续，投资不会断崖式下滑

报告摘要

■ 走势比较



■ 子行业评级

证券分析师：徐超

电话：18311057693

E-MAIL: xuchao@tpyzq.com

执业资格证书编码：S1190519080001

统计局销售数据与城市高频数据已经连续两个月发生背离，不排除两者之间走势的差异来源于三四线城市表现超预期的可能性，但这无法解释统计局销售额数据跟自己的销售回款数据（特别是定金及预收款）走势也不一致。我们认为统计局数据显示出的销售增速反弹不可持续，后续大概率将逐步回落。新开工增速持续下滑除了与融资环境较为紧张有关之外，去年同期基数较高也是重要原因。竣工到期压力和去年同期低基数使得建安投资增速不会断崖式下滑，土地购置费增速可能会随新开工一起下滑但不影响 GDP。

销售增速加速反弹，四大区域均有改善：1-8月份，商品房销售面积同比下降0.6%，降幅比1-7月份收窄0.7个百分点，呈加速反弹态势（1-7月比1-6月收窄0.4个百分点）。销售面积单月增速继7月份转正之后，8月更是提高到4.7%，这与去年同期基数较低也有一定的关系。分区域看，东部、中部、西部、东北四个区域销售增速均在提升，西部和东北改善幅度最大。东部地区商品房销售面积1-8月同比下降3.6%，降幅收窄0.6个百分点；中部地区同比增长0.5%，增速提高0.6个百分点（由负转正）；西部地区同比增长3.8%，增速加快1.0个百分点；东北地区同比下降6.6%，降幅收窄1.2个百分点。

统计局销售数据与高频数据连续两个月背离，与销售回款数据也不一致。根据我们监测的43城新房成交面积数据来看，1-8月累积同比增长9.3%，较1-7月下月下滑1.9个百分点，呈加速下滑态势（1-8月较1-7月下月下滑1.0个百分点），这与统计局数据完全背离。分城市层级来看，一线和二线城市销售增速均快速下滑，累计增速分别下降5.6和3.7个百分点，三四线城市略有改善，降幅收窄0.6个百分点。考虑到高频数据中三四线城市样本较少，而统计局数据则覆盖全国，不排除统计局数据与高频数据之间走势的差异来源于三四线城市超预期表现的可能性。近期确实也有一些低层级城市低调出台了一些房地产刺激政策，如湖南临澧县近期出台了购房货币补贴等一揽子房地产刺激政策，再比如安徽芜湖市对符合一定标准的人才首次购房提供安家补助和契税补贴，广东珠海市限购政策也有松动。但这无法解释统计局销售额数据跟自己的销售回款数据也不一致。根据统计局数据，8月单月商品房销售额同比增长10.1%，较7月提高0.3个百分点，而与此同时，资金来源中的定金及预收款单月增速今年首次出现负增长（-0.8%），较7月份下滑13.6个百分点。

我们认为统计局数据显示出的销售增速反弹不可持续，后续大概率将逐步回落。自7月份政治局会议首次明确提出“不将房地产作为短期刺激经济的手段”之后，房地产市场观望情绪明显加重。虽然下半年推盘量

有可能会较多（上半年拿地、开工均有小阳春现象，有可能集中在下半年形成推盘），但地价和房价上涨预期被抑制住之后市场需求预计将逐步回落。

新开工增速继续回落，与去年同期基数较高有关。1-8月新开工面积同比增长8.9%，增速下滑0.6个百分点。8月当月新开工同比增长4.9%，增速下滑1.7个百分点。**新开工增速持续下滑除了与融资环境较为紧张有关之外，去年同期基数较高也是重要原因。**2018年7-9月新开工单月同比连续3个月超过20%，2018年7月更是创下了2015年以来的最高单月增速。我们认为随着房企融资渠道全方位收紧，房企资金面压力逐步加大，为加快推盘销售回笼资金，我们认为新开工会保持一定的韧性，但考虑到去年下半年基数较高，增速或将继续下行。

竣工到期压力和去年同期低基数使得建安投资增速不会断崖式下滑，土地购置费增速可能会随新开工一起下滑但不影响GDP。由于2016-2017年销售的新房较多，其中很多面临2019年到期交房，竣工数据8月份开始明显改善，当月同比今年首次转正，增长2.8%，我们认为竣工到期压力会对建安投资带来一定支撑。此外，2018年8-11月建安投资当月同比连续4个月为负，去年的低基数使得后续几个月建安投资断崖式下滑的可能性较小，由于建安投资占房地产投资的比重大约为61%，这也对房地产投资整体增速形成了一定支撑。由于很多项目公司填报土地购置费是在开工之后，因此土地购置费跟新开工有很强的相关性。去年下半年土地购置费和新开工的基数都比较高，因此后续土地购置费增速有可能会随着新开工一起继续下滑。但土地购置费并不计入GDP，因此对经济的拖累作用不大。

到位资金增速继续回落，销售回款下滑明显。1-8月份房企到位资金同比增长6.6%，增速比1-7月份下滑0.4个百分点；8月当月到位资金同比增长4.1%，增速较7月回落1.7个百分点。**其中国内贷款和销售回款增速均出现明显下滑，定金及预收款单月增速今年首次出现负增长。**国内贷款单月增速下降了4.9个百分点，销售回款增速下降了8.5个百分点（销售回款增速下滑主要源自定金及预收款增速下滑13.6个百分点，个人按揭贷款增速不降反升3.2个百分点）。自筹资金单月增速不降反升，由负转正，可能与在传统融资方式收紧的背景下，房企被迫做了一些创新融资，而这些创新融资很多最终是由集团拨给项目公司使用，最终在资金来源中体现为自筹资金。关于房企到位资金数据口径问题，可以参考我们在2018年11月发布的细致拆分报告《房企到位资金数据怎么看？》

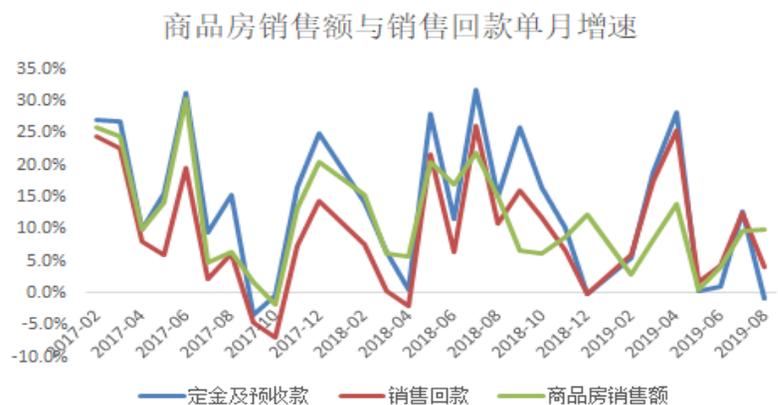
投资建议：我们认为本轮房企融资环境收紧的力度是空前的，银行贷款、非标、公开市场发债、ABS等几乎所有融资渠道都受到了严厉监管，需求侧按揭贷款利率也已连续三个月上行。在宏观政策向逆周期调控倾斜的大背景下，为了防止增量资金流入房地产领域，中央层面对于房地产政策松动的可能性较小，但是不排除部分财政压力较大、城市层级较低的三四线城市可能会低调采取一些地方宽松政策，如临澧、芜湖、珠海等，但尚需观察这些政策后续是否会被叫停或收回。标的方面可以关注中报业绩超预期、融资优势明显且外币负债占比低的央企龙头保利地产。

一、诡异的销售反弹恐难持续

销售增速加速反弹，四大区域均有改善：1-8 月份，商品房销售面积同比下降 0.6%，降幅比 1-7 月份收窄 0.7 个百分点，呈加速反弹态势（1-7 月比 1-6 月收窄 0.4 个百分点）。销售面积单月增速继 7 月份转正之后，8 月更是提高到 4.7%，这与去年同期基数较低也有一定的关系。分区域看，东部、中部、西部、东北四个区域销售增速均在提升，西部和东北改善幅度最大。东部地区商品房销售面积 1-8 月同比下降 3.6%，降幅收窄 0.6 个百分点；中部地区同比增长 0.5%，增速提高 0.6 个百分点（由负转正）；西部地区同比增长 3.8%，增速加快 1.0 个百分点；东北地区同比下降 6.6%，降幅收窄 1.2 个百分点。

统计局销售数据与高频数据连续两个月背离，与销售回款数据也不一致。根据我们监测的 43 城新房成交面积数据来看，1-8 月累积同比增长 9.3%，较 1-7 月下月 1.9 个百分点，呈加速下滑态势（1-8 月较 1-7 月下月 1.0 个百分点），这与统计局数据完全背离。分城市层级来看，一线和二线城市销售增速均快速下滑，累计增速分别下降 5.6 和 3.7 个百分点，三四线城市略有改善，降幅收窄 0.6 个百分点。考虑到高频数据中三四线城市样本较少，而统计局数据则覆盖全国，不排除统计局数据与高频数据之间走势的差异来源于三四线城市超预期表现的可能性。近期确实也有一些低层级城市低调出台了一些房地产刺激政策，如湖南临澧县近期出台了购房货币补贴等一揽子房地产刺激政策，再比如安徽芜湖市对符合一定标准的人才首次购房提供安家补助和契税补贴，广东珠海市限购政策也有松动。但这无法解释统计局销售额数据跟自己的销售回款数据也不一致。根据统计局数据，8 月单月商品房销售额同比增长 10.1%，较 7 月提高 0.3 个百分点，而与此同时，资金来源中的定金及预收款单月增速今年首次出现负增长（-0.8%），较 7 月份下滑 13.6 个百分点。

图一：商品房销售额与销售回款单月增速



资料来源：Wind，国家统计局

我们认为统计局数据显示出的销售增速反弹不可持续，后续大概率将逐步回落。自7月份政治局会议首次明确提出“不将房地产作为短期刺激经济的手段”之后，房地产市场观望情绪明显加重。虽然下半年推盘量有可能会较多（上半年拿地、开工均有小阳春现象，有可能集中在下半年形成推盘），但地价和房价上涨预期被抑制住之后市场需求预计将逐步回落。

二、房地产投资不会断崖式下滑

新开工增速继续回落，与去年同期基数较高有关。1-8月新开工面积同比增长8.9%，增速下滑0.6个百分点。8月当月新开工同比增长4.9%，增速下滑1.7个百分点。新开工增速持续下滑除了与融资环境较为紧张有关之外，去年同期基数较高也是重要原因。2018年7-9月新开工单月同比连续3个月超过20%，2018年7月更是创下了2015年以来的最高单月增速。我们认为随着房企融资渠道全方位收紧，房企资金面压力逐步加大，为加快推盘销售回笼资金，我们认为新开工会保持一定的韧性，但考虑到去年下半年基数较高，增速或将继续下行。

竣工到期压力和去年同期低基数使得建安投资增速不会断崖式下滑，土地购置费增速可能会随新开工一起下滑但不影响GDP。由于2016-2017年销售的新房较多，其中很多面临2019年到期交房，竣工数据8月份开始明显改善，当月同比今年首次转正，增长2.8%，我们认为竣工到期压力会对建安投资带来一定支撑。此外，2018年8-11月建安投资当月同比连续4个月为负，去年的低基数使得后续几个月建安投资断崖式下滑的可能性较小，由于建安投资占房地产投资的比重大约为61%，这也对房地产投资整体增速形成了一定支撑。由于很多项目公司填报土地购置费是在开工之后，因此土地购置费跟新开工有很强的相关性。去年下半年土地购置费和新开工的基数都比较高，因此后续土地购置费增速有可能会随着新开工一起继续下滑。但土地购置费并不计入GDP，因此对经济的拖累作用不大。

图二：土地购置费和新开工单月同比增速



资料来源：Wind，国家统计局

到位资金增速继续回落，销售回款下滑明显。1-8 月份房企到位资金同比增长 6.6%，增速比 1-7 月份下滑 0.4 个百分点；8 月当月到位资金同比增长 4.1%，增速较 7 月回落 1.7 个百分点。**其中国内贷款和销售回款增速均出现明显下滑，定金及预收款单月增速今年首次出现负增长。**国内贷款单月增速下降了 4.9 个百分点，销售回款增速下降了 8.5 个百分点（销售回款增速下滑主要源自定金及预收款增速下滑 13.6 个百分点，个人按揭贷款增速不降反升 3.2 个百分点）。自筹资金单月增速不降反升，由负转正，可能与在传统融资方式收紧的背景下，房企被迫做了一些创新融资，而这些创新融资很多最终是由集团拨给项目公司使用，最终在资金来源中体现为自筹资金。关于房企到位资金数据口径问题，可以参考我们在 2018 年 11 月发布的细致拆分报告《房企到位资金数据怎么看？》

投资建议：我们认为本轮房企融资环境收紧的力度是空前的，银行贷款、非标、公开市场发债、ABS 等几乎所有融资渠道都受到了严厉监管，需求侧按揭贷款利率也已连续三个月上行。在宏观政策向逆周期调控倾斜的大背景下，为了防止增量资金流入房地产领域，中央层面对于房地产政策松动的可能性较小，但是不排除部分财政压力较大、城市层级较低的三四线城市可能会低调采取一些地方宽松政策，如临澧、芜湖、珠海等，但尚需观察这些政策后续是否会被叫停或收回。标的方面可以关注中报业绩超预期、融资优势明显且外币负债占比低的央企龙头保利地产。

风险提示：政策收紧超预期，销售下滑超预期

投资评级说明

1、行业评级

看好：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；

中性：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与 5%之间；

看淡：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

2、公司评级

买入：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅在 15%以上；

增持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

销售团队

职务	姓名	手机	邮箱
院长助理兼全国销售负责人	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
北京地区销售总监助理	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
北京地区销售	孟超	13581759033	mengchao@tpyzq.com
北京地区销售	付禹璇	18515222902	fuyx@tpyzq.com
上海区域销售副总监	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
上海地区销售	李洋洋	18616341722	liyangyang@tpyzq.com
上海地区销售	梁金萍	15999569845	liangjp@tpyzq.com
上海地区销售	杨海萍	17717461796	yanghp@tpyzq.com
上海地区销售	杨晶	18616086730	13222028950@163.com
广深地区销售总监	张茜萍	13923766888	zhangqp@tpyzq.com
广州地区销售总监助理	查方龙	18565481133	zhafanglong@126.com
深圳地区销售	张卓越	13554982912	zhangzy@tpyzq.com
深圳地区销售	胡博涵	18566223256	hubh@tpyzq.com
深圳地区销售	陈婷婷	18566247668	chengtt@tpyzq.com
深圳地区销售	张文婷	18820150251	zhangwt@tpyzq.com



研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

电话： (8610)88321761

传真： (8610) 88321566

重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号 13480000。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。